

明治安田生命
日本経済中期見通し（2017－2026年度）
 ～ 新時代を切り開く第4次産業革命 ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 根岸 秋男）は、2017－2026年度の中期経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

要 点

- ① 【成長率】向こう10年の日本経済は均せば1%程度の成長が続くと予想する。足元で前年比+0%台後半まで落ち込んでいると考えられる潜在成長率は、生産性向上への取組みや、R&D（研究開発）投資などの効果によって、見通し期間の後半にかけて緩やかに上昇するとみている。
- ② 【財政・経常収支】高齢化の進行により社会保障支出の増大圧力は強く、プライマリーバランスの黒字化は見通しにくい。貯蓄・投資バランスは、政府部門が投資超過を維持する一方、民間部門は緩やかながらも貯蓄超過幅が縮小傾向で推移するとみる。経常収支は、見通し期間の終盤に赤字化しよう。
- ③ 【物価・金融政策】物価は、期待インフレ率の伸び悩みなどを背景に、基調的な弱さが続いている。予測期間中において、物価目標である2%の安定的な達成が見通しにくいなか、日銀は緩和的な金融政策を維持すると予想する。
- ④ 【海外経済】米国経済は、企業の持続的なR&D投資などに支えられ、底堅い成長を予想する。ユーロ圏経済は、バランスシート調整の長期化や出生率の低下などを背景に、低成長が続くとみている。中国は消費主導で安定成長に向かうとみる。新興国では、インドや、ASEAN経済の成長が期待される。

〈主要計数表〉

	2011－ 2015年度 実績	2016－2026年度		
			2016－ 2020年度	2021－ 2026年度
実質成長率	1.0%	1.0%	1.2%	0.9%
成長率寄与度				
・内需	1.3%	0.8%	0.9%	0.7%
・外需	▲0.3%	0.2%	0.3%	0.2%
名目成長率	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%

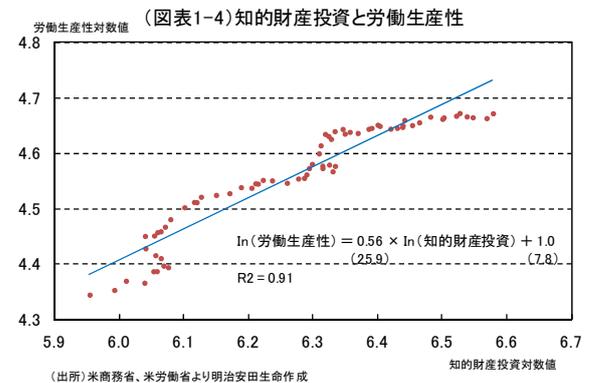
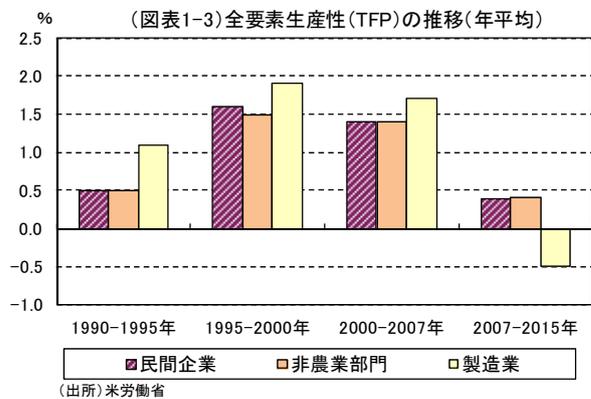
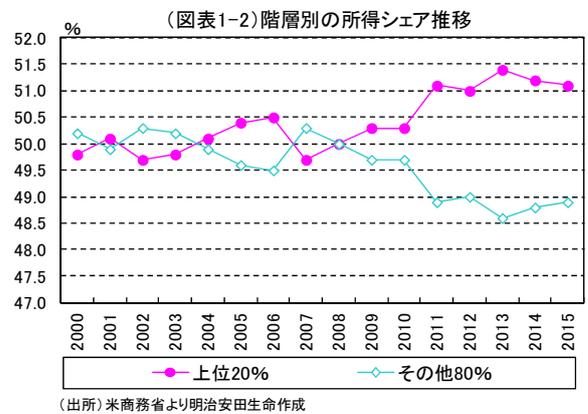
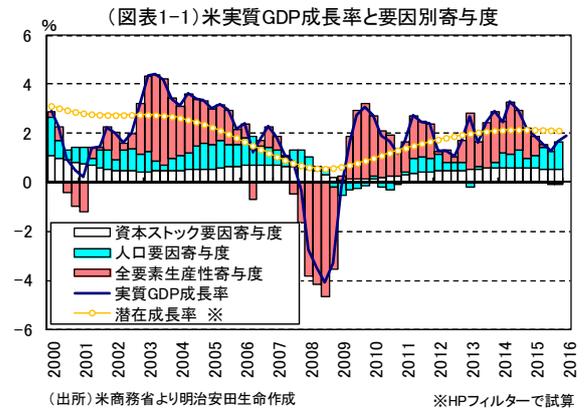
1. 世界経済の現状と見通し

(1) 米国経済は底堅い成長

米国経済は、住宅バブル崩壊に端を発する金融危機後の過剰債務問題が長らく下押し要因になってきたが、FRB（米連邦準備制度理事会）による緩和的な金融政策などに支えられ、主要先進国のなかでは回復傾向が顕著になっている。ただ、経済の巡航速度を示す潜在成長率を推計すると、足元では2%前後にとどまる（図表1-1）。潜在成長率自体、幅を持って見るべきものであるが、住宅バブル崩壊前の3%台と比べ低下しているのは間違いない。

潜在成長率は、労働力要因と資本ストック要因、そして生産性要因の3要素から定義されるが、労働力要因の寄与度を見ると、伸び幅の縮小傾向が続いている。移民を広く受け入れていることもあり、生産年齢人口に限ってみれば、緩やかながら増加傾向を維持しているが、ベビーブーマー世代（1946～64年生まれ）が退職時期を迎えており、今後の生産年齢人口の増加ペースは鈍化が避けられない。資本ストック要因の寄与度も、ここ数年は改善が続いているが、金融危機前と比べ力強さに欠ける。

一方、生産性要因の寄与度は足元で低迷している。金融危機後、平均失業期間が長期化し、失業者の技能が劣化することで、企業の求める人材と求職者とのミスマッチが拡大した結果、生産性の低い業種に多くの労働者が流入した。家計所得を階層別（5分割）に見ると、最上位層（上位20%）が全体に占める割合は、2007年以降、上昇傾向で推移しており、所得格差も拡大している（図表1-2）。過剰債務問題は一巡したものの、中低所得者層よりも消費性が低い高所得者層へ所得が集中することで、需要不足が慢性化している可能性がある。企業のグローバル化を背景に、海外へ製造業拠点の移管が進んだほか、国内では経済構造が製造業からサービス業へ転換してきた（図表1-3）。IT技術の発達によって、新たな技術を使いこなす労働者と活用できない労働者の生産性の違いが、非熟練労働者の賃金の伸び悩みの一因になったとみら



れる。

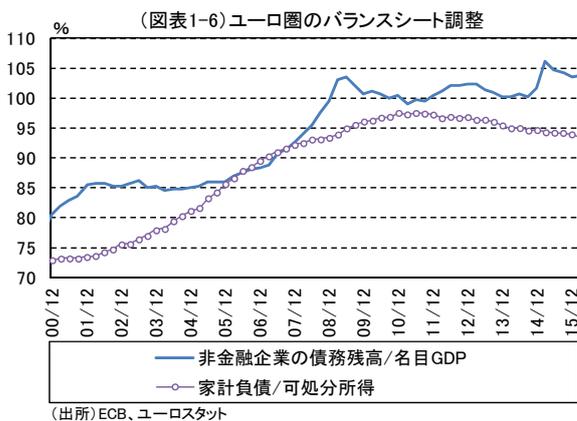
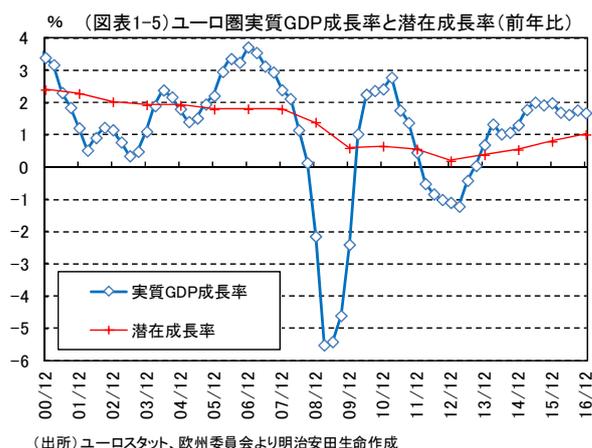
もつとも、労働市場の回復に伴って、2011年以降は長期失業期間も改善傾向が続いている。労働参加率の推移を見ても、昨年以降は上向き兆しが出ており、求職者が労働市場から退出を余儀なくされる傾向には歯止めがかかっている。加えて、米国は労働市場、資本市場の柔軟性が高く、資源の効率的利用が可能であるほか、優れた大学教育へ世界中の有能な若者が流入することなどにより、イノベーションが生まれやすいという点で優位性が高い。設備投資の推移を見ると、住宅バブル崩壊時には、構築物投資と機械投資が大きく落ち込んだ一方、R&D（研究開発）投資を中心とした知的財産投資は底堅い推移が続いている。知的財産投資と労働生産性との関係を見ると、正の相関を確認することができ、企業の持続的な研究開発投資が生産性向上につながる可能性が示唆される（図表1-4）。1990年後半から、PCやインターネット等の分野で新しいビジネスが生まれ、IT関連産業の生産性は大きく向上した。少し前までは馴染みのなかったフィンテック、ウェアラブル端末、電気自動車といった分野は、いずれも米国を中心に発展している。競争を通じたイノベーションの継続や、ニーズの高い分野に労働力や資本などの生産要素が円滑に移動していくことで、企業の持続的なR&D投資などが期待でき、生産性も緩やかながら向上するとみており、いわゆる「長期停滞」に陥る事態は回避されると予想する。

（2）ユーロ圏経済は低成長での推移を予想

ユーロ圏経済は債務問題に端を発する経済の混乱を脱し、2013年春以降、回復傾向が続いている（図表1-5）。ただ、バランスシート調整圧力が重しとなっているため、回復ペースは緩慢なものにとどまっている。企業部門の債務残高（対名目GDP比）を見ると、2009年以降100%近傍で高止まりしており、改善の兆しが見られない（図表1-6）。足元では、ECB（欧州中央銀行）による緩和的な金融政策が利払い負担の軽減などにつながっているとみられるものの、支払い余力の回復の遅れなどからバランスシート調整圧力は今後も続くと思われる、中長期的に投資の抑制要因になるとみる。

生産年齢人口も2010年以降、均せば減少傾向で推移しており、2016年以降も減少トレンドをたどる見通しである。ユーロ圏では、域外からの移民の純流入が続いているものの、出生率の低下などが生産年齢人口の減少につながっている。女性の労働参加などに支えられ、労働力人口は辛うじて増加トレンドを維持しているが、女性の労働参加率の上昇は頭打ちとなりつつあるほか、労働力として期待される移民についても、語学の壁などによって就労は容易ではないのが現状である。各国で反移民の風潮が強まっていることもあり、移民が労働力人口を大きく押し上げていく状況には至らないとみている。

労働生産性も緩やかに伸びが鈍化している。背景には、金融危機以降、多くの企業でR&D投資が手控えられてきたことなどがある。ただ、現在ドイツでは、産官学連携の高度技術戦略「Industry4.0」



が推進されているほか、ユーロ圏全体でも、経済成長に好影響をもたらす改革を目的とする場合、財政拡大が可能になるといったルールが定められたことなどから、生産性は今後改善に向かうことが期待される。もっとも、資本ストックの伸びは緩慢であると見込まれるほか、労働力人口も伸び悩む可能性が高く、生産性の改善によって、潜在成長率を大きく押し上げる状況には至らないとみている。欧州統合が遅々として進まず、加盟国間の政治経済の収れんが遅れるなか、統一通貨制度が引き続き成長の足かせになると見込まれることもあり、ユーロ圏経済は中長期的に低成長が続くと予想する。

(3) 労働集約型産業の強みが失われつつある中国

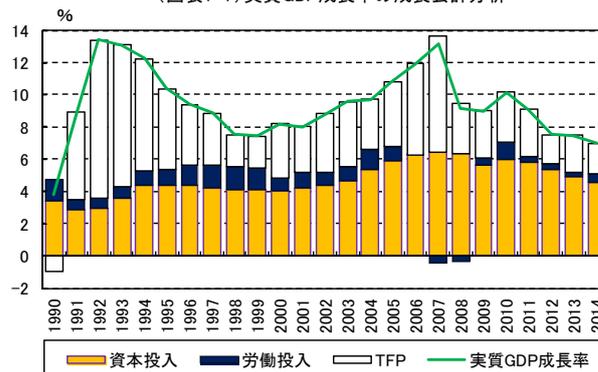
中国経済は、改革開放に積極的に取り組んだことなどから、2007年まで高成長が続いたが、その後は均せば減速傾向が続いている(図表1-7)。

2001年のWTO(世界貿易機関)加盟以降、豊富で安価な労働力を求め、海外からの投資が活発化し、中国は加工貿易拠点としての地位を高めた。ただ、労働力の最大の供給元である農村部の所得水準が上昇し、農民工の増勢が一服しつつあることによって、賃金上昇圧力は強まっており、中国は労働集約型産業を中心とした成長モデルからの転換が迫られている。

経済成長を労働投入、資本投入、全要素生産性(TFP)の三つの要因に分解し、まず、労働力要因の寄与度を見ると、2011年以降、小幅なプラスにとどまっている。中国では、1970年代に始まった一人っ子政策による出生率の低下を背景に、少子高齢化が進んでいる。生産年齢人口比率は、2010年をピークとして低下傾向に転じており、人口ボーナス時代の終焉を迎えている(図表1-8)。加えて、農村部から都市部への安価な余剰労働力の供給が枯渇し、賃金上昇が引き起こされる「ルイスの転換点」をすでに迎えているとみられることから、今後、労働投入のプラス寄与度の拡大は、見通しにくい状況が続く可能性が高い。

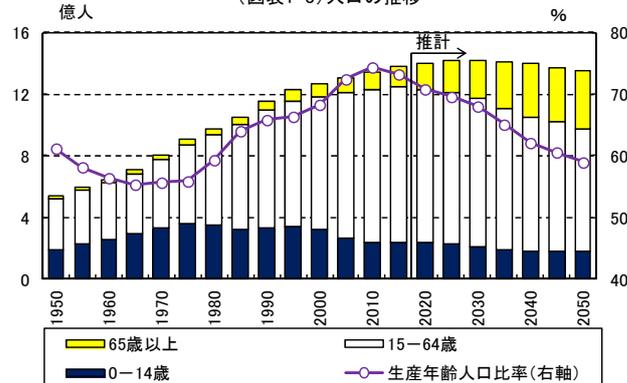
資本ストック要因については、成長率に対するプラス寄与度が最も大きい、2010年以降、プラス寄与幅は縮小傾向にある。リーマン・ショック後の4兆円規模の大型景気対策は、鉱工業などの過剰な設備投資へとつながり、国有企業を中心に過剰生産設備を抱えることとなった(図表1-9)。国有企業は、資金調達面でも優遇されており、2016年6月末の非金融企業の債務残高(対名目GDP比)は160%を超える伸びとなるなど、不良債権の拡大にもつながっている(図表1-10)。産業構造の転換をめざす政府は、国有企業改革を進め、過剰生

(図表1-7) 実質GDP成長率の成長会計分析



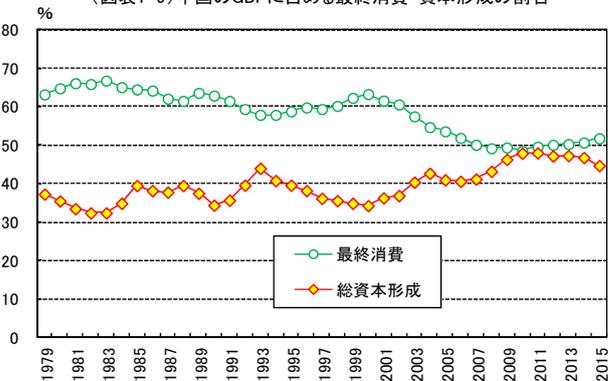
(出所) Asian Productivity Organization

(図表1-8) 人口の推移



(出所) World Population Prospects 2015

(図表1-9) 中国のGDPに占める最終消費・資本形成の割合



(出所) 中国国家统计局

産設備の廃棄を行なっていくとしているものの、2015年9月に国務院から発表された「国有企業改革を深化させることに関する指導意見」では、政府による国有企業への指導の強化や、国有資本管理体制の整備、監督強化を通じた国有資産の流失の防止など、経済活動の市場化推進策よりも、国有企業の独占力の強化とともとれる内容が大半を占めている。国有企業改革の加速は見通しづらく、その分、成長分野への資金投入など、効率的な資源配分も遅れる可能性が高い。

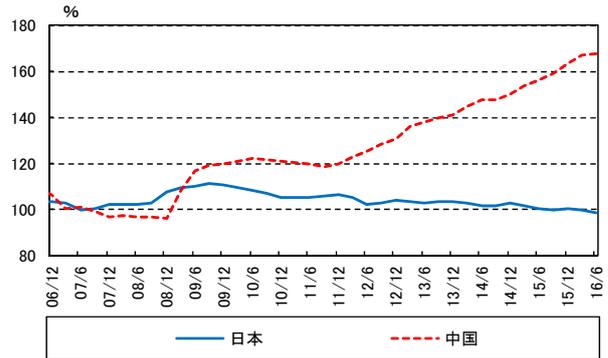
投資や輸出主導での経済成長が見込めないなか、安定的で持続可能な成長をめざし、政府は消費主導の経済への構造転換を進めている。そのためには、技術の進歩や生産の効率化などによる生産性(TFP)の寄与を上げていく必要があるが、2000年代後半以降、むしろTFPのプラス寄与度は縮小している。政府は、製造業の高付加価値化をめざす「中国製造2025」や、デジタル技術の活用を推進する「インターネットプラス」を提唱し、生産性改善への道筋を示している。こうした構想や政策が効果を発揮するためには、高度な技術を持つ人材育成が不可欠だが、効果を楽しむまでの道のりは遠い。

(4) 成長期待の高いインドやASEAN経済

BRICs(ブラジル、ロシア、インド、中国)に代表される新興国経済は、世界的な資源需要の高まりなどを背景に、2000年ごろから先進国を上回る力強い成長を遂げてきた(図表1-11)。世界GDPに占める新興国の割合を見ると、2000年代前半には2割程度であったが、足元では4割まで拡大している(図表1-12)。ただ、2010年以降は、ブラジルなどの資源国や、中国などを中心に、成長鈍化を余儀なくされている。

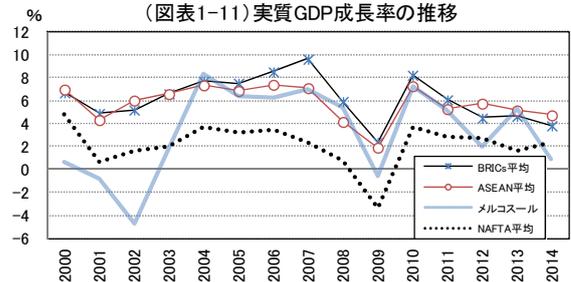
新興国経済の成長ペース鈍化の背景には、国内外からの投資の勢いが減速していることがある。要因としてはまず、米国の金融政策が挙げられる。金融危機後のFRBによる積極的な金融政策は、高金利の新興国と米国の金利差拡大につながり、米国の緩和的な金融環境のもとで生じた余剰資金が新興国へ流入することで、資源国を中心に新興

(図表1-10) 非金融企業債務残高の推移(対名目GDP比)



(出所) BIS

(図表1-11) 実質GDP成長率の推移



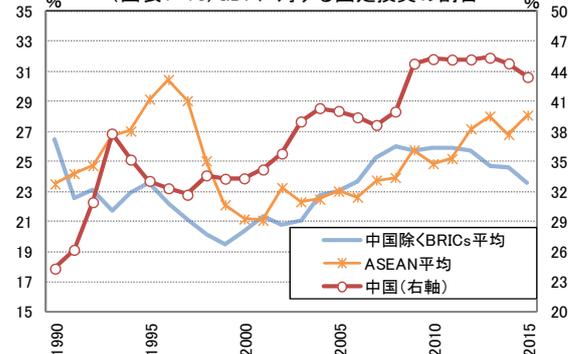
BRICs: ブラジル、ロシア、インド、中国
 ASEAN: ブルネイ、カンボジア、インドネシア、ラオス、マレーシア、ミャンマー、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナム
 メルコスール(南米南部共同市場): アルゼンチン、ブラジル、パラグアイ、ウルグアイ
 NAFTA: 米国、カナダ、メキシコ
 (出所) IMF「World Economic Outlook」

(図表1-12) 新興国の世界に占める割合



(出所) IMF「World Economic Outlook」

(図表1-13) GDPに対する固定投資の割合

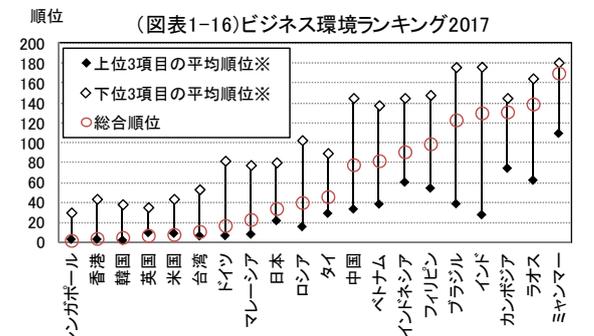
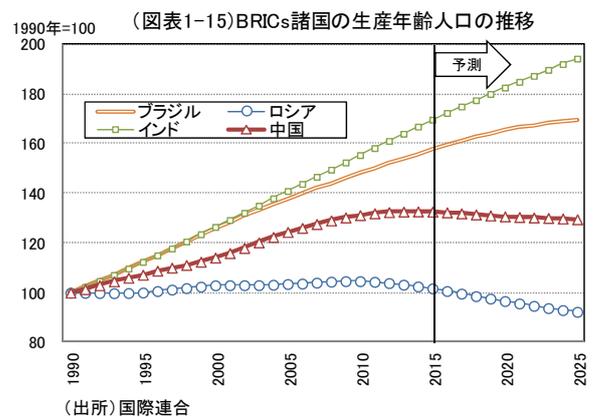
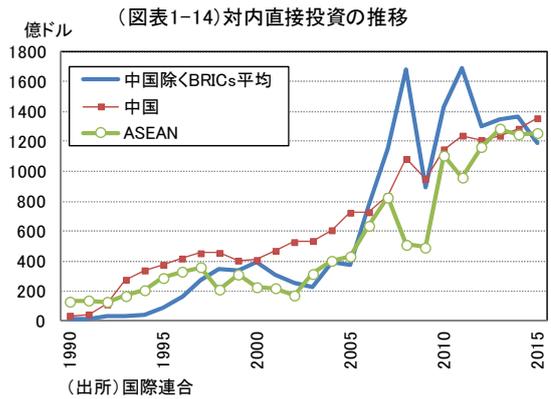


(出所) 国際連合

国景気を押し上げてきた。ただ、FRB はすでに引き締め局面に入っている。加えて、新興国景気をけん引してきた中国景気も減速傾向で推移している。2014 年中央以降急落した商品価格も、BRICs における投資の鈍化につながった。GDP に占める固定投資の割合を見ると、BRICs(中国を除く)は2011 年ごろから低下が続いているほか、中国も2014 年ごろから低下が目立つ(図表 1-13)。対内直接投資を見ても、BRICs(中国を除く)は減少傾向にあり、海外からの資金流入ペースが減速している様子が窺える(図表 1-14)。

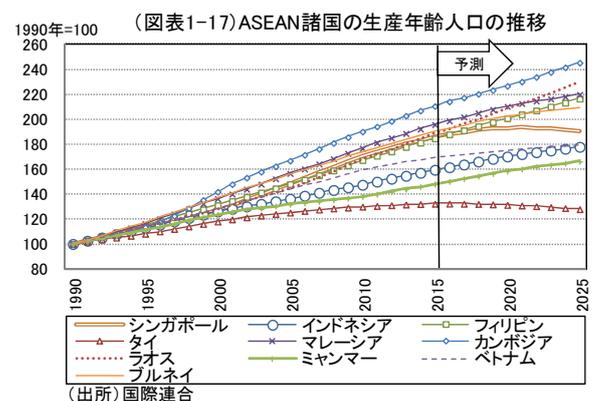
BRICs のうち、ブラジルとロシアは、経済成長のペースが次第に緩やかなものになると見込まれる。ブラジルでは、生産年齢人口の伸びが鈍化しつつあり、経済成長に対する労働投入の寄与は低下が見込まれるほか、ロシアは生産年齢人口の減少が続く見通しである(図表 1-15)。一方、資本投入による成長への寄与にも大きな期待はできない。世界銀行が発表するビジネス環境ランキングを見ると、ブラジルは 123 位と、ビジネス環境の改善に遅れがみられる(図表 1-16)。インフラ投資の脆弱性や、複雑な税制といった構造的な問題が今後も成長の足かせとなろう。一方、ロシアは 40 位と、ビジネス立ち上げなどにかかわる行政手続き数の削減を進めたことなどで、2011 年の 124 位をボトムに大きく改善している。ただ、政治不安や地政学リスクの高さが今後も課題として残り、エネルギー資源に過度に依存した経済構造からの脱却は遅れる可能性が高い。

一方、インドは、生産年齢人口比率の上昇による人口ボーナス期が続くこともあって、BRICs のなかで最も高い成長率を維持することが見込まれる。中国の成長が頭打ちとなるなか、「世界の工場」として君臨してきた中国に代わる生産拠点として、外国資本の流入が期待され、成長に対する資本投入の寄与も拡大するとみている。電力供給や物流などのインフラ整備がなかなか進まないなど、ビジネス環境の改善には遅れがみられるものの、2014 年に誕生したモディ政権が、徐々にではあるが製造業の振興をめざして投資促進策を進めている。今後の投資は均せば増加傾向で推



※総合順位および内訳の10項目(事業設立、建設許可取得、電力事情、不動産登記、資金調達、少数投資家保護、納税、貿易、契約執行、破綻処理)のランキングが発表され、このうち、個別項目の上位・下位3項目を単純平均したものを示す。

(出所)世界銀行「Doing Business 2017」より明治安田生命作成



移すとみられ、予測期間後半ごろから成長ペースの加速が見込まれる。

ASEAN（東南アジア諸国連合）も、安定成長が続くことが期待される。2010年以降、BRICsに匹敵するほどの成長を遂げたASEANでは、出生率の高いインドネシアやフィリピン、カンボジア、ラオスを中心に人口の増加が続き（図表1-17）、労働投入の拡大が成長に寄与し続けると見込まれる。経済成長への高い期待などから、ASEAN向け直接投資は底堅く推移しており、引き続き、資本投入による成長への寄与も期待できる。2015年末のAEC（ASEAN経済共同体）発足により、非関税障壁の撤廃や投資の自由化など、高いレベルでの域内経済の一体化が進むことが見込まれることなどから、投資の増加傾向は今後も続くとみている。一方、ビジネス環境ランキングを見ると、インフラや法整備の遅れなどを背景に、アジアの後発新興国とされるカンボジア、ラオス、ミャンマーなどに加え、フィリピンやインドネシアも全体から遅れをとっている。ASEAN諸国は、生産拠点だけではなく、最終消費地としての魅力も高いものの、成長が一定のところでは頭打ちになる「中所得国の罠」に陥らないためには、産業の高度化が必要になる。インフラや法整備を進めつつ、製品・人材の高度化や技術革新などによって、生産性を高めることができれば、労働集約的な産業などに依存する構造からの転換を果たせよう。

2. 日本経済の見通し

(1) 第4次産業革命で生産性改善へ

日本は新時代の分岐点に立たされている。IoT、ビッグデータ、ロボット、AI（人工知能）といった技術革新の波が押し寄せるなか、2017年3月21日から23日にかけての3日間、日本が開発した囲碁AI「DeepZenGo」と、日本、中国、韓国の代表棋士による初の囲碁世界戦「ワールド碁チャンピオンシップ」（リーグ戦）が行なわれた。AIは1勝2敗となり、リーグ戦3位にとどまったものの、人間のトップ級に追いついた形となった。この結果は、今後のAIの可能性を示したものともいえ、これまで実現不可能と思われていた社会が実現可能となって、産業構造や就業構造が大きく変化する可能性をも示唆している。政府は成長戦略の柱として、こうした技術を軸とした「第4次産業革命」を打ち出した。

経済産業省では、「現状放置」と「変革」の二つのシナリオを設定し、経済成長率や就業構造などへの詳細な影響の試算を行なっている。変革シナリオは、第4次産業革命による生産性の向上や、成長産業への経済資源の円滑な移動、ビジネスプロセスの変化に対応した職業の転換を考慮した内容となっている。試算によると、2015年度と2030年度との比較で、「現状放置」シナリオの実質GDP成長率は年率+0.8%にとどまるのに対し、「変革」シナリオでは同+2.0%の成長となる（図表2-1）。従業者数も15年間で、「現状放置」シナリオが▲735万人の減少となるのに対し、「変革」シナリオでは▲161万人の減少にとどまる見通しである（図表2-2）。労働生産性も、15年間で、「現状放置」シナリオの同+2.3%から、「変革」シナリオでは同+3.6%まで改善するとしている（図表2-1）。

問題は実現可能性だが、まず、足元までの産業構造の変化を確認すると、1990年代半ば以降、名目GDPに占める製造業の割合が縮小する一方、非製造業の割合が拡大している。しかし、非製造業の生産性は、製造業を大きく下回っており、非製造業の生産性の低迷が、日本の潜在成長力の低下につながっている様子が確認できる（図表2-3）。

非製造業のうち、医療や福祉では、需要が拡大するなか、人手不足の影響もあって、生産性上昇に向けた取組みが急務となっている。卸、小売、金融など役務・技術提供型サービスの産業も、顧客

(図表2-1) 産業構造・就業構造の試算結果

2015年度と2030年度の比較

		現状放置シナリオ	変革シナリオ
実質GDP成長率	年率	+0.8%	+2.0%
名目GDP成長率	年率	+1.4%	+3.5%
労働生産性	年率	+2.3%	+3.6%
名目GDP	2020年度	547兆円	592兆円
	2030年度	624兆円	846兆円

※現状放置シナリオ…国内産業が海外プラットフォームの下請け、付加価値は海外に流出。機械・ソフトウェアと競争する低付加価値・低成長の職業へ労働力が集中し、低賃金の人が多い社会

※変革シナリオ…社会課題を解決する新たなサービスを提供し、グローバルに高付加価値・高成長部門を獲得。機械・ソフトウェアと共存し、人にしかできない職業に労働力が移動するなかで、人々が広く高所得を享受する社会

(出所)経済産業省「新産業構造ビジョン」(平成28年4月27日)より明治安田生命作成

(図表2-2) 従業者数の試算結果(産業別)

2015年度と2030年度の比較

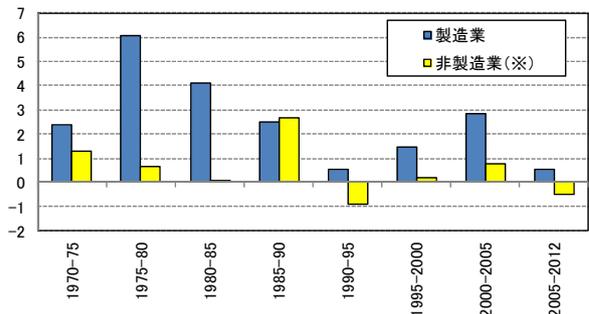
(単位:万人)

部門		2015年度	現状放置シナリオ	変革シナリオ	備考
粗原料部門	農林水産、鉱業等	278	-81	-71	
プロセス型製造部門(中間財等)	石油・石油製品、鉄鋼・粗鋼、化学繊維等	152	-58	-43	
顧客対応型製造部門	自動車、通信機器、産業機械等	775	-214	-117	
役務・技術提供型サービス部門	建築、卸売、小売、金融等	2,026	-283	-48	顧客情報を活かしたサービスのシステム化・プラットフォーム化
情報サービス部門	情報サービス、対事業所サービス	641	-17	+72	第4次産業革命の中核を担う
おもてなし型サービス部門	旅館、飲食、娯楽等	654	-80	+24	顧客情報を活かした潜在需要等の顕在化
インフラネットワーク部門	電気、道路運送、通信・電話等	388	-53	-7	システム全体の質的な高度化や供給効率の向上
その他	医療・介護、政府、教育等	1,421	+51	+28	AIやロボット等による効率化が進む
		6,334	-735	-161	

※現状放置シナリオ、変革シナリオの定義は図表2-1参照

(出所)経済産業省「新産業構造ビジョン」(平成28年4月27日)より明治安田生命作成

(図表2-3) 製造業・非製造業のTFP上昇率



(※)非製造業(市場経済のみ、住宅・分類不明を除く)

(出所)独立行政法人経済産業研究所

情報を活かしたサービスのシステム化などを通じて付加価値を高めることで、従業者数の減少の抑制が求められている。「変革」シナリオでは、AIやロボットの活用で代替される職業は減少していく一方、IoTを活用した商品企画やマーケティング、研究開発を行なう上流工程の仕事は増加していくとしている（図表2-2）。

ただし、日本のIoTの進展状況は、米国などの海外主要国よりも見劣りする。総務省の情報通信白書の「IoTの進展に係る指標化と国際比較」（アンケート結果に基づく）によると、日本は無線通信インフラ関連指数が高く、インフラ整備が進んでいることが示されているのに対し、IoT進展指標は、海外主要国と比較して低い水準に位置しており、今後、各種規制緩和や人材の育成、ユーザー企業へのIoTの利用例の紹介など、IoTの活用を進める施策が必要と考えられる（図表2-4）。

日本の事業環境について、世界銀行が発表している「Doing Business 2017」によると、日本の事業活動のしやすさは190カ国中34位と、ほかの先進国（OECD加盟国）の中では低い部類に属する（図表2-5）。内訳では、事業設立や建設許可取得、納税などの項目が上位10カ国の平均を下回る水準となっている。今後は、IoTを活用しつつ、制度改革を進めることで規制や行政手続きに係る負担を抑制し、海外からの直接投資を行ないやすい環境作りを行なっていくことが求められる。「第4次産業革命」を実現するうえでも、世界からトップレベルの人材、技術、資本を引き付ける魅力ある国となれるのかが重要なカギとなる。

世界では現在、IoT、ビッグデータ、AI、ロボットなどの技術を活用することで、今までの生活を一変させ、人々の生活をより豊かにする時代が訪れようとしている。「第4次産業革命」は、種々の社会的課題を解決し、消費者の潜在的ニーズを呼び起こす、新たなビジネスを創出するとされており、少子高齢化など「課題先進国」である日本にとって、再び成長軌道に乗せていく上で、かかる期待は大きい。

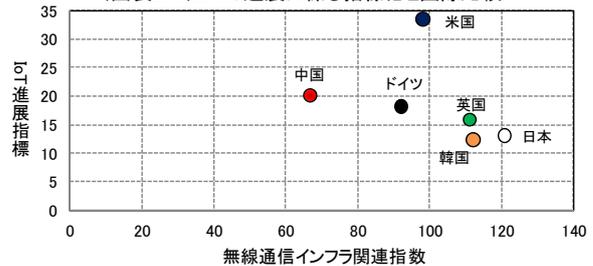
2020年には東京オリンピック・パラリンピック（以下、東京五輪）が開催される。多くの企業にとって、東京五輪は世界に向けて自社の技術やサービスをアピールする絶好の機会であり、積極的に技術開発を進めている。世界での過去の事例を見ると、オリンピック開催3年前から前年までの実質GDP成長率は、開催国実質GDP成長率のトレンドから上振れ幅が大きくなる傾向がある。日本でも、オリンピックに絡んだ企業の研究開発投資が、中長期的な潜在成長率の押し上げにつながる展開が期待される。

（2）潜在成長率は見通し期間の後半にかけて持ち直しへ

当社の推計によると、日本の潜在GDP成長率は2010年度ごろまで低下傾向で推移した後、2011-2015年度にかけて上昇しているが、前年比+0.9%程度にとどまっている（図表2-6）。

少子高齢化が進むなか、労働力人口の減少の影響もあって、2016-2020年度の潜在GDP成長率も

（図表2-4）IoTの進展に係る指標化と国際比較



※IoT進展指数・・・以下のアンケート結果に基づき、各国のIoT進展状況を指数化
 ・IoTソリューション導入率、IoTソリューション導入済み企業のIoT関連設備投資額(売上比)、IoT財・サービス提供率、IoT財・サービス提供中の企業のIoT財・サービスの売上(売上比)
 ※無線通信インフラ関連指数・・・以下の契約数に基づき、各国の無線通信インフラ整備状況を指数化
 ・人口100人当たりの携帯電話契約数、人口100人あたりのモバイルBB契約数
 (出所)総務省「情報通信白書」平成28年版

（図表2-5）ビジネス環境ランキング2017

	総合順位	事業設立	建設許可取得	電力事情	不動産登記	資金調達	少数投資家保護	納税	貿易	契約執行	破綻処理
ニュージーランド	1	1	1	34	1	1	1	11	55	13	34
シンガポール	2	6	10	10	19	20	1	8	41	2	29
デンマーク	3	24	6	14	12	32	19	7	1	24	8
香港	4	3	5	3	61	20	3	3	42	21	28
韓国	5	11	31	1	39	44	13	23	32	1	4
ノルウェー	6	21	43	12	14	75	9	26	22	4	6
英国	7	16	17	17	47	20	6	10	28	31	13
米国	8	51	39	36	36	2	41	36	35	20	5
スウェーデン	9	15	25	6	10	75	19	28	18	22	19
マケドニア	10	4	11	29	48	16	13	9	27	36	32
上位10カ国平均	-	15.2	18.8	16.2	28.7	30.5	12.5	16.1	30.1	17.4	17.8
日本	34	89	60	15	49	82	53	70	49	48	2

(出所)世界銀行「Doing Business 2017」より明治安田生命作成

同+0.8%と、引き続き抑制されたものになるとみる。ただ、生産性向上への取組みや、R&D（研究開発）投資などの効果によって、2021-2026年度は同+0.9%と、やや持ち直すと予想する。

潜在GDP成長率を要因分解し、まず労働力要因を見ると、日本は1990年ごろから、人口構成の変化が経済にマイナスの作用を及ぼす人口オナーズ期に入ったとされ、労働参加率も低下傾向で推移してきたことで、マイナス寄与が続いている。ただ、2013年以降、女性や高齢者の労働参加が進んでいることなどを背景に、ここへきてマイナス寄与の度合いは弱まっている。

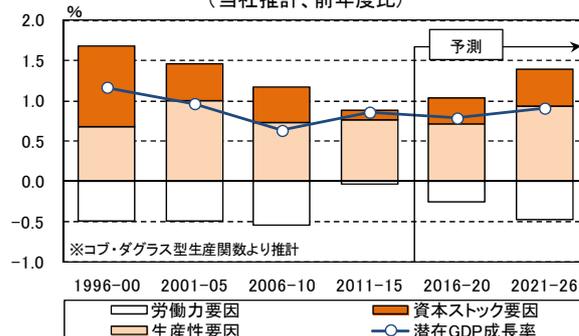
日本の総人口は、2010年の12,806万人をピークとして減少傾向にあり、国立社会保障・人口問題研究所の将来人口推計（出生中位・死亡中位）によれば、2026年には11,989万人となる見通しである。生産年齢人口（15～64歳）も、高齢化比率（65歳以上の人口全体に占める割合）が2016年の27.2%から2026年に30.5%まで上昇することで、同期間で7,656万人から7,035万人まで大きく減少する見通しとなっている（図表2-7）。

労働力人口の減少が続くなか、政府は「日本再興戦略」で長時間労働の是正に向けた取組みの強化、女性や高齢者・障がい者等の活躍推進、働き方改革・雇用制度改革のさらなる推進、外国人材の受け入れ促進などを進めてきた。

女性の活躍推進の具体策については、ダイバーシティ経営の実践や促進、待機児童解消に向けた取組みの強化、産休・育休制度など、女性が働きやすい制度等への見直しが挙げられている。こうした取組みが奏功し、女性の社会進出は年々改善傾向にある。結婚・出産期に労働参加率が低下し、育児が落ち着いた時期に再び上昇する形状を示すM字カーブ現象は改善傾向にあるほか（図表2-8）、女性の労働参加率全体も上昇している。

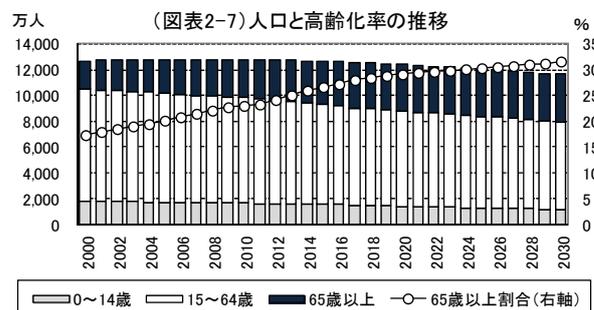
一方、待機児童解消に向けた取組みについては、保育施設数は増加し、保育所利用率も上昇傾向で推移しているものの、人口が集中している都市を中心に、待機児童者数は依然として高止まりが続いている（図表2-9、2-10）。2016年4月時点の待機児童は23,553人と、前年から386人増加しているが、

（図表2-6）潜在GDP成長率と寄与度
（当社推計、前年度比）



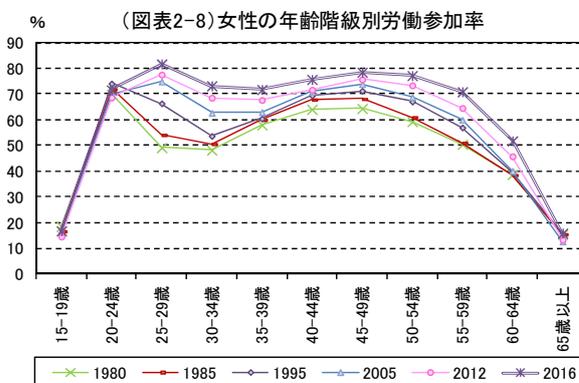
（出所）内閣府、総務省、厚生労働省、日本銀行より明治安田生命作成

（図表2-7）人口と高齢化率の推移



（出所）2016年までは、総務省「国勢調査」と「人口推計」、2017年以降の予測値は国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」（出生中位・死亡中位）より明治安田生命作成

（図表2-8）女性の年齢階級別労働参加率



（出所）総務省「労働力調査」

（図表2-9）保育所等待機児童数及び保育所利用率の推移



（出所）厚生労働省

位と、他の先進国と比し低い(図表2-13)。一方、総務省の「科学技術研究調査」によると、金融危機以降、減少が続いていた科学技術研究費は、2011年度に4年ぶりのプラスとなった。世界的に情報技術が発展し、個人の生活や産業構造が大きく変わろうとしているなか、IoT、ビッグデータ、ロボット、AIなどの技術が注目されている。企業は、こうした時代の潮流に乗り、競争に打ち勝つためにも、中長期的な成長に向け、研究開発投資への比重を増やしつつ、生産性改善に向けた取り組みを続けるとみられ、生産性要因の成長率へのプラス寄与は緩やかに拡大すると予想する。生産性要因による潜在GDP成長率へのプラス寄与幅は、2016-2020年度が同+0.7%、2021-2026年度が同+0.9%とみている。

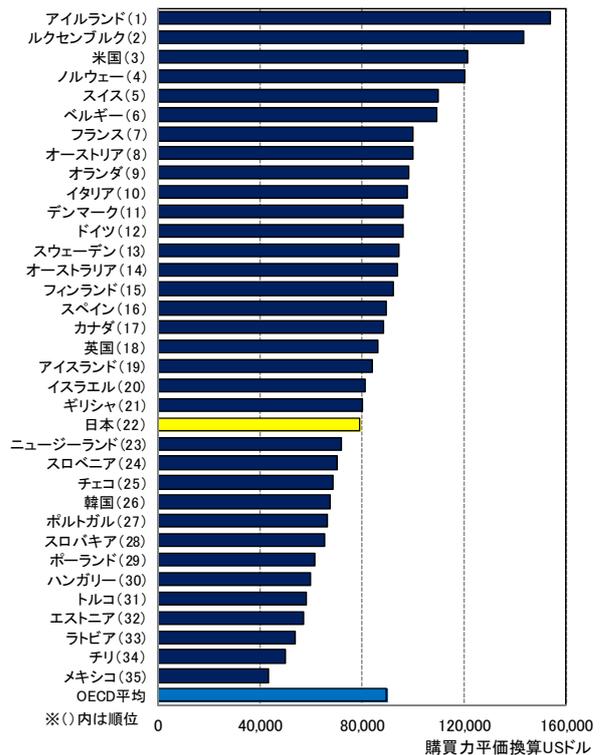
(3) 経常黒字は徐々に縮小へ

経常収支(暦年ベース)は、東日本大震災の影響に伴う貿易収支の悪化などを背景に、2011年以降、黒字幅が縮小したものの、2015年以降、再び拡大に向かい、2016年の黒字額は20.6兆円と、金融危機前の2007年以來、9年ぶりの高水準となった(図表2-14)。

経常収支の内訳について、まず、第一次所得収支を見ると、2016年は、円高の影響などから、黒字幅がやや縮小したものの、2013年以降、17~21兆円の高水準での推移が続いている。企業のグローバル化などにより、海外への直接投資が進んでいるほか、投資家が収益機会を求める動きから、海外証券投資も拡大傾向にある。こうした傾向は今後も続くと思われ、第一次所得収支も黒字が続くとみている。

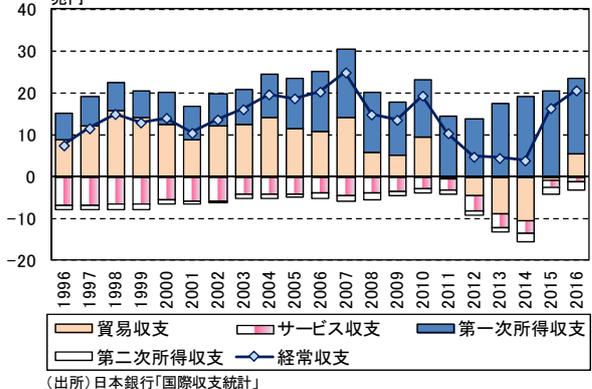
貿易収支については、2011年に赤字へと転じ、その後も、原子力発電所の停止に伴う鉱物性燃料の輸入増や、2012年末以降の急速な円安進行などを受け、赤字幅の拡大が続いた(図表2-15)。一方、2015年以降、原油価格の下落などを受けた輸入の減少で、貿易赤字幅も縮小し、2016年は6年ぶりの黒字となった。ただ、アジア諸国の技術的なキャッチアップに伴う日本の輸出競争力の低下などを背景に、輸出は伸び悩むとみており、貿

図表(2-13)OECD加盟諸国の1人当たり労働生産性(2015年/GDP基準改定後)



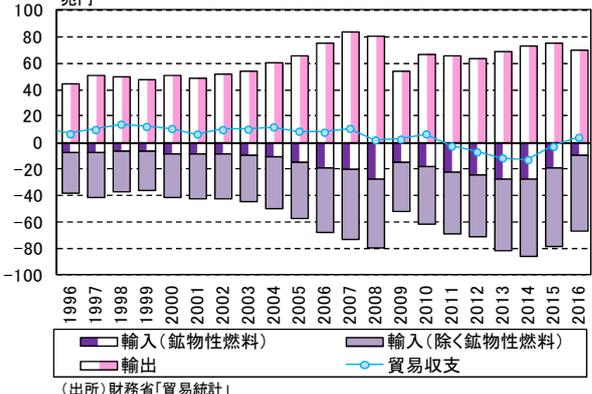
(出所)日本生産性本部「労働生産性の国際比較」より明治安田生命作成

(図表2-14)経常収支の推移



(出所)日本銀行「国際収支統計」

(図表2-15)貿易収支の推移



(出所)財務省「貿易統計」

易収支の赤字トレンドの脱却には至らないとみる。

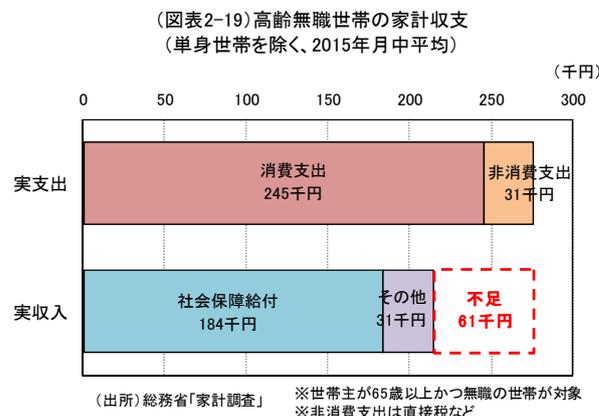
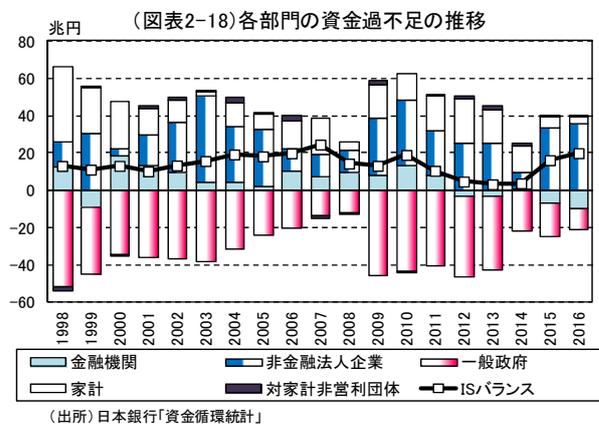
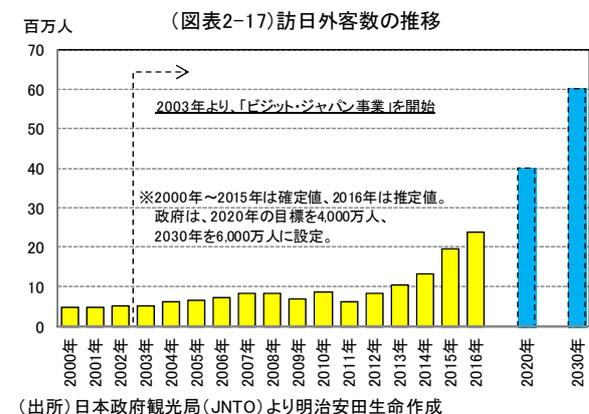
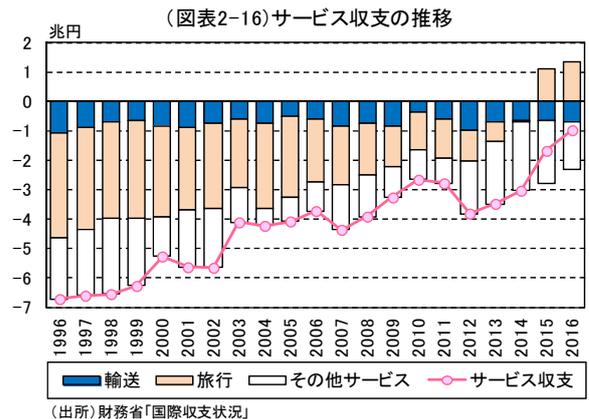
一方、サービス収支は、旅行収支の改善を受け、赤字幅の縮小が続いている（図表2-16）。安倍政権誕生後の大幅な円安進行やビザ発給要件の緩和などが追い風となって、訪日外国人数は増加傾向で推移している。訪日外国人数に占めるウェイトの大きいアジア諸国の所得水準が向上してきたことも相まって、インバウンド消費が拡大し、旅行収支は、2015年以降、黒字に転じている。

政府は、2016年3月に、訪日外国人数を2020年には4,000万人、2030年には6,000万人まで拡大する目標を決定した（図表2-17）。その実現に向けて、訪問時・滞在時の利便性向上など受入環境整備を進め、リピーター数の拡大をめざしている。民泊サービスへの対応、通信環境のさらなる改善、多言語対応、補助金の交付など、さまざまな対策を講じつつ、「観光」を日本の基幹産業へと成長させるとしている。2020年の東京五輪に向けて、環境整備の加速が見込まれ、訪日外国人数の増加に伴う旅行収支の黒字幅拡大を通じ、サービス収支全体でも改善傾向で推移しよう。

（4）貯蓄投資バランスは家計部門が投資超過へ

中長期的な経常収支は、一国の貯蓄投資（IS）構造の変化に規定されると考えられる。制度部門別のISバランス（＝資金過不足）の動向を見ると、近年は、企業や家計などの民間部門の貯蓄超過分が、政府部門の投資超過分を補う構図が続いている（図表2-18）。企業部門の貯蓄超過幅は、2010年を直近のピークとして縮小傾向が続いてきたものの、2015年には再び拡大した。一方、家計部門の貯蓄超過幅は2011年をピークとして縮小傾向が続いている。政府部門は投資超過が続いているものの、超過幅は、金融危機以前に近い水準まで縮小している。

企業部門は、1998年以降、2007年を除いて貯蓄超過が続いている。背景には、バブル期に拡大した債務を削減するため、企業が設備投資を抑制してきたことや、経済が成熟して資本蓄積が進んだ分、減価償却の範囲内で投資を賄えるようになっ



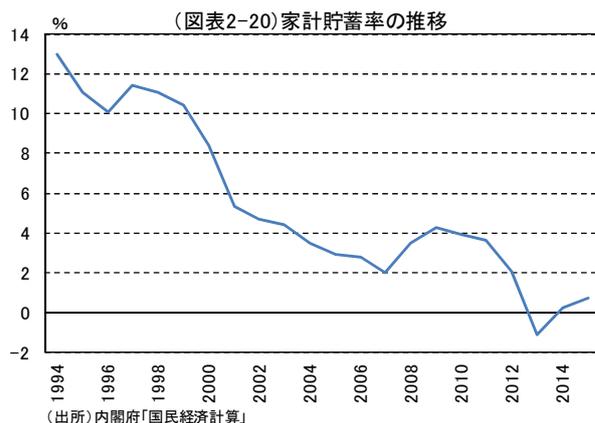
てきたことなどがある。2015年は、円安や原油安の効果などを受け、企業収益が大きく改善する一方、設備投資は慎重に進められたことなどから、貯蓄超過幅が拡大した。国内では、中長期的な成長期待が高まらないなか、企業は国内での設備投資を、更新・維持や、省力化・合理化投資などを中心に進めていくとみられ、企業部門では今後も貯蓄超過が続こう。

続いて家計部門を見ると、高度経済成長期から一貫して貯蓄超過を維持しているものの、1992年

以降は貯蓄超過幅が縮小傾向となっている。主な要因として、少子高齢化の進展を背景に、高齢世帯を中心に貯蓄を取り崩していることが大きく影響している。総務省の「家計調査」で高齢無職世帯（世帯主が65歳以上の無職世帯）の家計収支を見ると、公的年金などの社会保障給付や、仕送り金などのその他の収入だけでは支出を賄いきれず、2割程度の収入不足が発生している（図表2-19）。高齢者世代はこの不足分を補うため、貯蓄を切り崩しながら生活している様子が窺える。国立社会保障・人口問題研究所の調査によると、高齢化比率は、2016年の27.2%から、2024年以降は30%を上回る見通しであり、高齢者による貯蓄の取り崩しはいっそう進むこととなろう。内閣府の「国民経済計算」が示す家計貯蓄率を見ると、消費増税前の駆け込み消費の影響もあって、2013年度はマイナスに転じた（図表2-20）。国民全体で見ると、高齢者を中心に貯蓄を取り崩して所得を上回る消費をしたことになる。同研究所の推計によると、2020年以降、世帯数の減少を見込んでおり、これは、今後の住宅投資の抑制要因になるとみられるが、高齢化の進展が貯蓄の取り崩しを促すことで、家計部門のISバランスは予測期間中に投資超過へ転じるとみている。

一方、政府部門は、バブル崩壊後の経済対策や、社会保障給付負担の拡大、景気停滞に伴う税収の減少などを背景に、唯一の投資超過部門となってきた。ただし、2014年4月の消費税率引き上げや、2015年度の税収が24年ぶりの高水準となったこともあって、2015年の投資超過幅は、金融危機以前に近い水準まで縮小した。今後は、2019年10月の消費税率引き上げが予定どおり実施されれば、税収が増える要因になるものの、不透明感は強い。一方、高齢化の進展に伴う高齢者関係給付費等の拡大は続くことから、政府部門の投資超過はさほど縮小しないとみる。

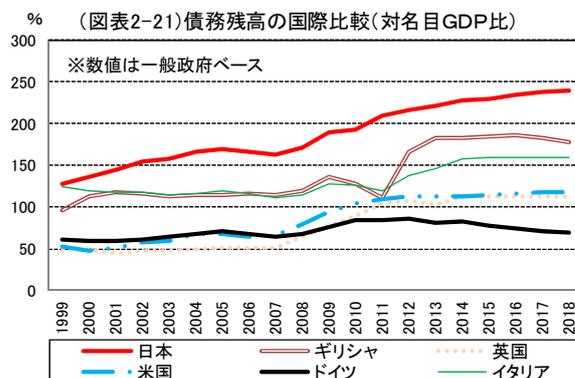
一国全体の中長期的なISバランスは、政府部門の投資超過が続くと見込まれるほか、民間部門も、家計部門が徐々に投資超過に転じることで、貯蓄超過幅は縮小傾向で推移するとみており、予測期間の終盤には投資超過（＝経常赤字）に転換すると予想する。



(5) 社会保障費の拡大が財政を圧迫

日本の「国及び地方の長期債務残高」（以下、政府債務残高）は拡大を続けており、2014年度末には、ついに1,000兆円を超えた。

OECD データによる国際比較によると、日本の債務残高（一般政府ベース）は、2011年以降、対名目GDP比で200%を上回り、その後も拡大傾向が続いている（図表2-21）。欧州債務問題の発端となったギリシャ（2015年：184%）でさえ200%



を下回っており、日本は他国と比較しても非常に高い水準で推移している。

この要因としては、高齢化に伴う社会保障関係費の拡大と、税収の低迷により、国債発行額の増加が続いたことが挙げられる。1990年度以降の一般会計歳出の推移を見ると、公共事業や教育、防衛といった政策的経費の伸びが抑制されてきた一方、社会保障関係費は、2016年度には1990年度の約3倍となり、歳出全体の3分の1を占めるまで拡大した(図表2-22)。

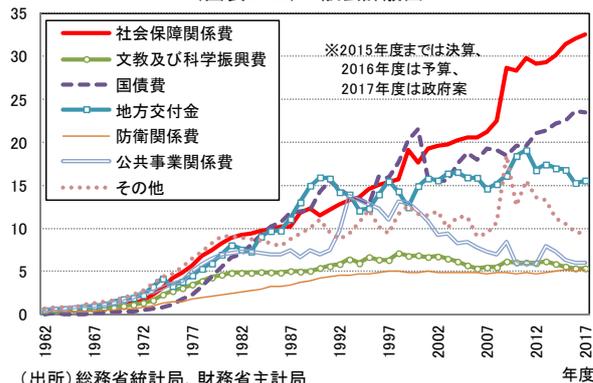
財政収支を見ると、金融危機以降、急激な景気後退に見舞われるなか、応急措置的な対応としての特別枠などが組み込まれたこともあって、歳出は100兆円まで膨らんだ一方、税収は40兆円を割り込み、その差は一時60兆円まで拡大した(図表2-23)。その後は、税収が景気回復や消費増税などにより持ち直したことで、徐々に縮小しているものの、依然としてその差は大きい。

国立社会保障・人口問題研究所の社会保障費用会計を見ると、社会保障給付費は医療、年金を中心に増加傾向をたどり、2009年度には、100兆円を上回った(図表2-24)。財源は、主に社会保険料や、国と地方の税負担であるが、近年は社会保険料の増加ペースが鈍化するなか、税による負担が増加している。厚生労働省の推計によると、2025年度の社会保障給付費は、2014年度の同実績から37兆円程度膨れ上がる見込みであり、少子化高齢化が進むなか、給付と財源確保の効率化・適切化が急務となっている。

先進国と比較すると、日本の60歳以上の医療サービスの利用状況は高い(図表2-25)。医療機関への診療報酬が出来高払い制となっているほか、医療費が公的・民間医療保険により補償されるという仕組みが過剰利用を招いているとみられる。

一方、国民負担率を先進国と比較すると、高齢化率の低い英国やドイツなどに比べて、低い水準にとどまっている(図表2-26)。財政赤字を加味した潜在的国民負担率では、国民負担率より7%ポイント程度高くなり、社会保障費のつけを将来に先送りしている様子がみてとれる。国内景気の先行き不透明感などを受け、2017年4月の消費税率の

(図表2-22)一般会計歳出



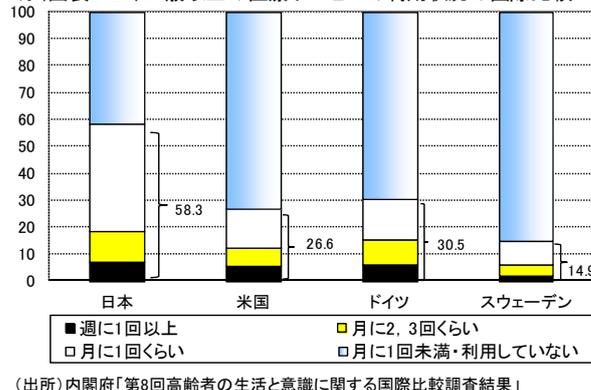
兆円 (図表2-23)一般会計税収、歳出総額及び公債発行額の推移



兆円 (図表2-24)社会保障給付費の推移



(図表2-25)60歳以上の医療サービスの利用状況の国際比較



引き上げは先送りされたが、安定財源を確保するためにも、今後の消費増税は避けられない状況である。

(6) プライマリーバランスの赤字が続く

政府は、プライマリーバランス（基礎的財政収支）について、「2020年度までの黒字化」を目標に掲げている。政府が1月に発表した中長期の経済財政に関する試算を見ると、2020年度のプライマリーバランスは、ベースラインシナリオで▲11.3兆円（対名目GDP比▲1.9%）、経済再生シナリオでも▲8.3兆円（同▲1.4%）の赤字となる見通しである（図表2-27）。経済再生シナリオで、2025年度によろやく黒字化が実現する見通しであるが、ベースラインシナリオでは、2021年度以降は逆に悪化し、2025年度は▲15.4兆円（同▲2.5%）まで赤字幅が拡大するとしている。

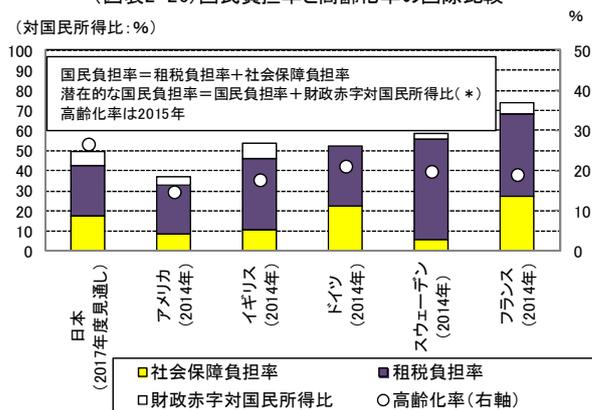
今後、生産性向上への取組みによる潜在成長率の引き上げが、税収増にもつながるとみられる。歳出面でも、年金支給開始年齢の引き上げの検討や、医療・介護の効率化推進による保険料負担の軽減、マクロ経済スライドなどによる調整などが歳出の拡大ペースを抑制し、プライマリーバランスは改善方向で推移する展開が期待されるが、不透明感は強い。現状の取組みの延長にとどまる可能性も高く、少なくとも黒字化達成は見通せない。

(7) 利払い費負担は拡大リスクを抱えている

プライマリーバランスの赤字に加え、利払い費負担が新たな国債の発行につながっている。新規国債発行額は2014年度以降、40兆円を下回っているものの、政府債務残高自体は増加が続いている。

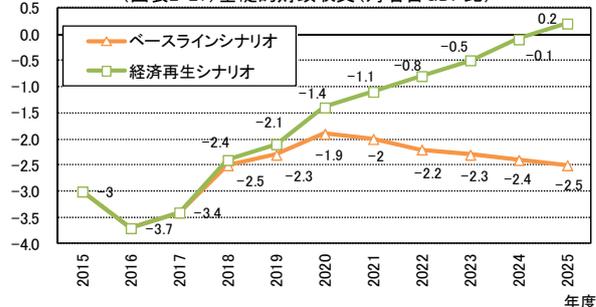
利払い費を見ると、政府債務残高の拡大が続くなかでも、日銀のゼロ金利政策や量的緩和政策を背景とした長期金利の低下などから、1999年前後から減少傾向で推移してきた（図表2-28）。金利低下ペースの一服などから、2000年半ば以降、緩やかな拡大傾向へと転じているが、2016年に導入された長短金利操作付き量的質的金融緩和策は、利払い費の抑制に寄与している。政府は、超低金利環境を踏まえた国債管理策として、国債償還年限の長期化を進めており、2017年度の国債発行計画（当初予算ベース）でも、20年以下の年限の発行予定額は前年度当初計画から減額した一方、40年債は前年度から増額している。こうした動きは、

(図表2-26) 国民負担率と高齢化率の国際比較



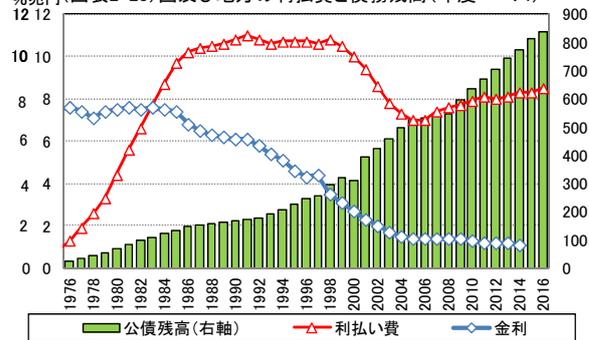
(*) 財政赤字対国民所得比はプラスで表示し、潜在的な負担分として、国民負担率に乗せ
(出所) 財務省、内閣府「高齢社会白書」

(図表2-27) 基礎的財政収支(対名目GDP比)



※復旧・復興対策の経費及び財源の金額を除いたベース。
基礎的財政収支対象経費は、国の一般会計歳出のうち、国債費及び決算不足補てん繰戻しを除いたもの。
(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2017年1月)

(図表2-28) 国及び地方の利払い費と債務残高(年度ベース)



※利払費は、2015年度までは決算、2016年度は補正後予算ベース
(出所) 財務省資料

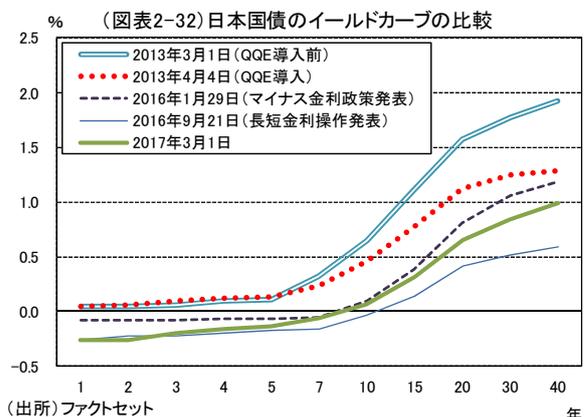
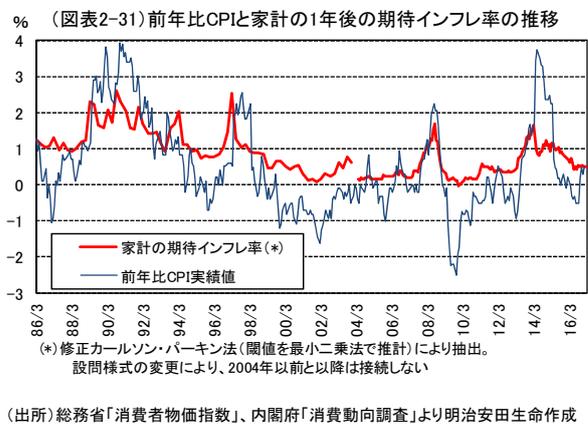
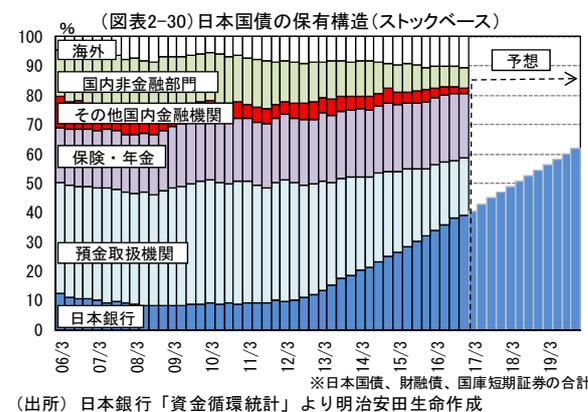
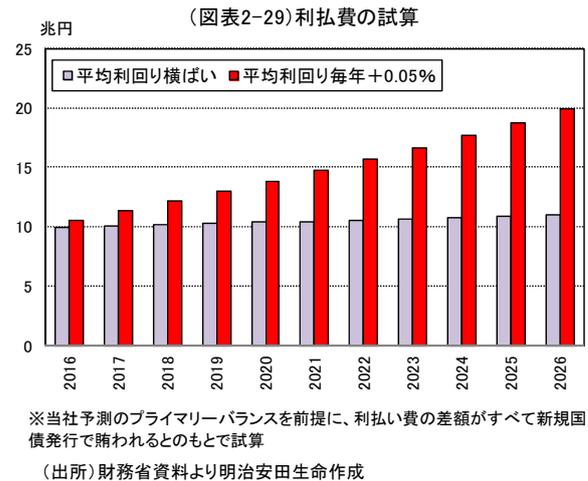
プライマリーバランスの赤字幅の縮小とも相まって、公債残高の増加ペースを抑制する結果につながる。もっとも、いずれは日銀の金融政策も、出口へ向かう時がくるはずである。当社の試算によると、平均利回り毎年+0.05%のパターンにおいて、2026年の利払い費は平均利回りが横ばいのパターンに比して9兆円程度負担額に差が出る事が確認できる(図表2-29)。加えて、中長期的には国内民間部門の貯蓄超過幅が縮小し、ISバランスが投資超過に転じることで、非居住者による国債の保有割合が高まるとみられ、財政健全化の遅れが、金利急騰リスクにつながりやすくなる可能性には留意が必要である。

(8) 日銀の金融政策は長期戦へ

日銀は、2016年9月に開催された金融政策決定会合で、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。政策金利残高のマイナス金利適用に加え、長期金利(10年国債利回り)をも操作目標とし、コアCPI(生鮮食品を除く消費者物価指数)の前年比上昇率が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続するとしている(図表2-30)。

一方、生鮮食品及びエネルギーを除いたCPI(消費者物価指数)を見ると、0%付近で推移しており、物価の基調は依然として弱い。要因として、日銀では過去の物価実績が期待に反映される「適応的な期待形成メカニズム」が強く働き、期待インフレの下押し圧力になっていると指摘しているが(図表2-31)、いずれにしても、金融政策だけで物価目標の達成を実現するのは難しいことがすでに明らかになっている。潜在成長率の低下に伴う企業や家計の中長期的な成長期待の低下が、ある意味自己実現的に足元の景気や物価の弱さに跳ね返ってきている可能性が高く、物価目標達成のためには、中長期的な成長戦略を地道に実行し、潜在成長率を高めていくしかないと考えますが、その道のりは険しい。

このままイールドカーブが過度にフラット化した状況が長引けば(図表2-32)、金融機関の経営悪化や、消費者心理への悪影響などの副作用が



深刻化する可能性が高い。日銀はいずれ再び金融政策の枠組み変更を余儀なくされるとみるが、物価の持続的な上昇が見込めないなか、緩和的な金融政策自体は続くともみられるため、長期金利の上昇も小幅なものにとどまると予想する。

主要計数表

	→ 予測												(%)
	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度	
実質GDP(前年比)	1.3	1.3	1.3	1.4	1.1	0.8	0.5	1.0	1.1	1.0	1.3	0.3	
名目GDP(前年比)	2.8	1.3	1.5	1.7	1.8	1.5	0.9	1.5	1.7	1.6	2.1	1.6	
鉱工業生産(前年比)	▲ 1.0	0.7	2.6	1.4	1.0	▲ 0.3	▲ 1.1	0.6	1.1	0.8	1.2	▲ 0.2	
消費者物価(前年比)	0.2	▲ 0.0	0.7	0.8	1.5	1.6	0.8	0.9	1.0	1.0	1.2	2.3	
失業率	3.3	3.1	3.0	2.9	2.9	2.8	2.7	2.6	2.6	2.7	2.7	2.6	
経常収支(対名目GDP)	3.3	3.6	3.3	3.3	3.1	3.0	2.6	2.0	1.5	0.9	0.4	▲ 0.2	
政府債務残高(対名目GDP)	194.1	198.5	197.6	197.3	196.9	197.1	198.5	199.3	199.9	201.0	201.3	201.2	
プライマリーバランス(対名目GDP)	▲ 2.7	▲ 3.2	▲ 3.1	▲ 2.7	▲ 2.4	▲ 2.0	▲ 1.9	▲ 1.7	▲ 1.6	▲ 1.5	▲ 1.4	▲ 0.8	
消費税率(期末値)	8	8	8	8	10	10	10	10	10	10	10	12	

	→ 予測											
	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
米国 実質GDP(前年比)	2.6	1.6	2.2	2.4	1.9	2.0	2.0	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0
ユーロ圏 実質GDP(前年比)	2.0	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4
世界 実質GDP(前年比)	3.2	3.1	3.4	3.6	3.5	3.5	3.4	3.5	3.4	3.3	3.2	3.2

(9) サブシナリオ分析

当社では、メインシナリオに加え、三つのサブシナリオを想定。それぞれの概略は下記のとおり。

<サブシナリオ1>よみがえる日本経済

米国を中心とする世界経済の急回復を受け、国内企業業績は最高益を更新。企業の生産性の改善は目覚ましく、所得は景気回復の実感を伴う水準に上昇し、CPIは2%に到達。政権の長期安定運営が続くなか、オリンピック開催を目前に控えて成長戦略が順調に進み、潜在成長率が1%台後半まで上昇。消費税率は15%まで引き上げられ、税収の増加によりプライマリーバランスはプラスに転換。経常収支は、輸出の回復と所得黒字の拡大によりプラスを維持。

<サブシナリオ2>失われた30年

中国は消費主導型経済への転換が遅れ、景気は減速。欧州も構造改革が進まず、低成長が長期化。米国では、トランプ大統領による大規模な財政政策や、関税引き上げによる輸入コストの上昇で、諸外国との間で貿易が停滞し、スタグフレーションに陥る。景気低迷により財政再建はより困難となり、消費税率も10%からの引き上げは先送りとなる。政府債務残高は増加基調で推移、プライマリーバランスも改善が進まず。経常収支は、財政赤字幅が拡大することで、2020年度にも赤字に転じる。

<サブシナリオ3>財政の信認低下による大不況

景気の低迷が長期化することで、景気下支えを優先し、財政出動が拡大。財政再建に対する政府への不信感が蓄積するなか、日銀の金融緩和が財政支援とみなされることで、日本国債は売りが売りを呼ぶ展開へ。日本経済は景気の減速と物価上昇が同時に発生するスタグフレーション的状況に陥る。経常収支は、輸入減を受けて黒字圏内にとどまる。

本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査Gが情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。また、記載されている意見や予測は、当社の資産運用方針と直接の関係はありません。当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。